

# Tygodnik ekonomiczny

21 – 27 października 2013

Połowa ubiegłego tygodnia minęła w oczekiwaniu na porozumienie amerykańskich polityków, które pozwoliłoby uniknąć przekroczenia dopuszczalnego limitu zadłużenia i technicznej niewypłacalności USA. Mimo utrzymującego się cienia niepewności i negocjacji przeciągających się do ostatniej chwili, wśród inwestorów dominowało przekonanie, że kompromis musi nastąpić, co wspierało ceny aktywów na rynkach światowych. Sytuację dodatkowo stabilizowało przekonanie, że zamieszanie związane z paraliżem administracji w USA opóźni decyzję Fed odnośnie rozpoczęcia ograniczania QE3. Zupełnie w cieniu sytuacji w USA pozostały bezowocne jak na razie rozmowy w sprawie utworzenia rządu koalicyjnego w Niemczech. Decyzja o tymczasowym podniesieniu limitu zadłużenia w USA nie wywołała dużej euforii, ponieważ była w dużym stopniu zdyskontowana. Krajowe dane, chociaż nie w pełni były zgodne z prognozami, ogólnie potwierdziły scenariusz umiarkowanego ożywienia gospodarczego przy braku presji inflacyjnej. Jednocześnie, wypowiedzi członków RPP (nawet niektórych jastrzębi) potwierdzają, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian do połowy 2014 r.

Uwaga inwestorów za granicą ponownie skupi się teraz na perspektywach wzrostu gospodarczego w USA i implikacjach dla przyszłej polityki Fed. Powrót do pracy amerykańskich urzędników spowoduje, że stopniowo zaczną napływać na rynek dane z USA, których nie poznaliśmy w terminie z powodu zamknięcia administracji – w tym we wtorek kluczowe informacje o zatrudnieniu poza rolnictwem i bezrobociu. Oprócz tego, w kalendarzu na ten tydzień mamy cały zestaw wskaźników koniunktury dla głównych gospodarek światowych. W kraju ciekawe informacje pojawią się jedynie we wtorek, kiedy GUS poda dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu, a Ministerstwo Finansów przeprowadzi aukcję obligacji skarbowych. Spodziewamy się kolejnego sygnału stopniowego ożywienia popytu konsumentów i poprawy sytuacji na rynku pracy.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
					RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (21 października)</b>								
16:00	US	Sprzedaż domów	IX	mln	5,32	-	5,48	
<b>WTOREK (22 października)</b>								
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	IX	% r/r	4,6	4,6	3,4	
10:00	PL	Stopa bezrobocia	IX	%	13,0	13,0	13,0	
11:00	PL	Aukcja sprzedaży obligacji OK0116, IZ0823 i DS1023 o wartości 8-12 mld zł						
14:30	US	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	IX	tys.	180	-	169	
14:30	US	Stopa bezrobocia	IX	%	7,3	-	7,3	
<b>ŚRODA (23 października)</b>								
16:00	EZ	Nastroj konsumentów	X	pkt	-14,4	-	-14,9	
<b>CZWARTEK (24 października)</b>								
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	-	-	50,2	
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	51,5	-	51,1	
9:28	DE	Wstępny PMI – usługi	X	pkt	53,9	-	53,7	
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	51,4	-	51,1	
9:58	EZ	Wstępny PMI – usługi	X	pkt	52,4	-	52,2	
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	340	-	358	
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IX	tys.	425	-	421	
<b>PIĄTEK (25 października)</b>								
10:00	DE	Indeks Ifo	X	pkt	108	-	107,7	
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	IX	% m/m	1,9	-	0,1	
15:55	US	Indeks Michigan	X	pkt	75,2	-	77,5	

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

**Maciej Reluga**

Główny Ekonomista 22 534 1888

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

**Piotr Bielski**

Starszy Ekonomista 22 534 1887

**Marcin Sulewski** Analityk

22 534 1884

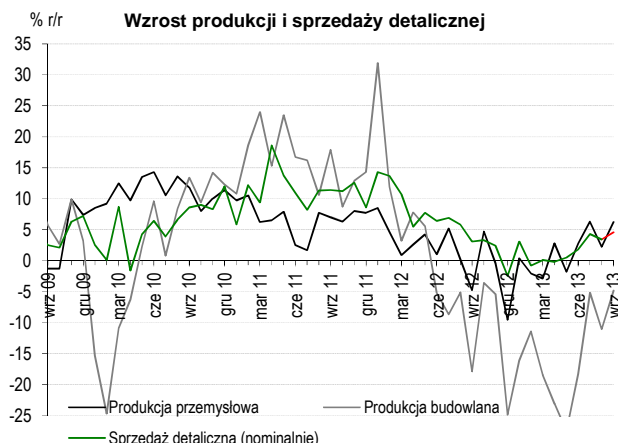
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 534 1886

**Marcin Luziński** Analityk

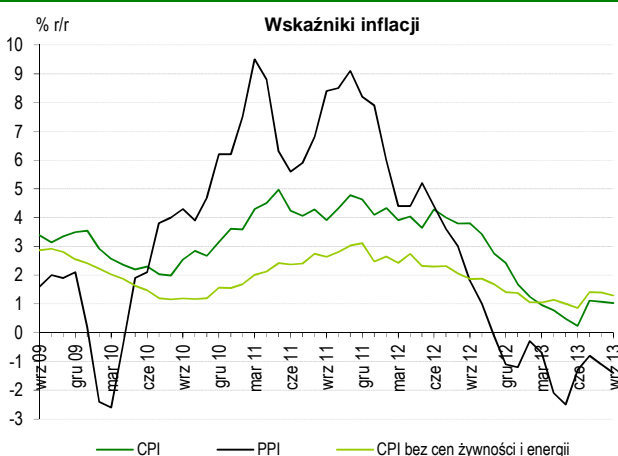
22 534 1885

## Wydarzenia nowego tygodnia – Sprzedaż detaliczna w fazie wzrostowej?

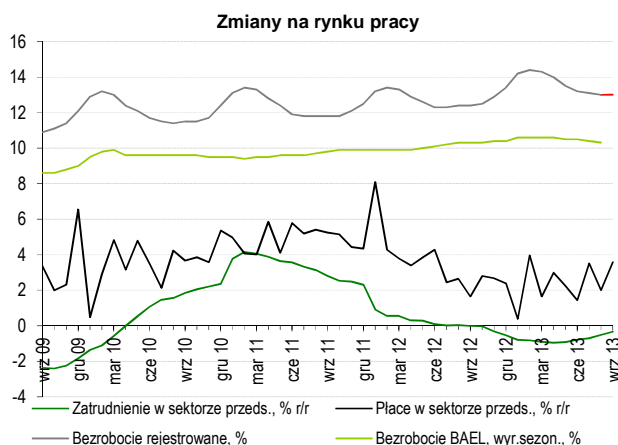


- Dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu rejestrowanym dopełnią obraz sytuacji ekonomicznej we wrześniu.
- Spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej, odzwierciedlającego odbicie od dna popytu konsumentów w wyniku poprawy sytuacji na rynku pracy (stopniowy wzrost zatrudnienia, wyższy realny wzrost wynagrodzeń) i zmniejszenia niepewności konsumentów odnośnie przyszłości. Dane SAMAR nt. rejestracji nowych pojazdów wskazują, że sprzedaż samochodów ponownie pociągnęła w górę wartość sprzedaży detalicznej we wrześniu.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego prawdopodobnie pozostała bez zmian we wrześniu, na co wskazują m.in. wstępne szacunki resortu pracy.
- Znacznie ważniejsze od krajowych danych będą liczne publikacje za granicą (wstępne PMI, zatrudnienie w USA).

## Ostatni tydzień w gospodarce – Gospodarka przyspiesza, inflacja nadal niska



- Inflacja CPI spadła we wrześniu do 1,0% r/r, poniżej prognoz, do czego w dużym stopniu przyczyniła się obniżka opłat za przedszkola po zmianie ustawy o systemie oświaty. Spadła też inflacja bazowa i PPI (która pozostaje poniżej zera od końca ub.r.). Nadal oczekujemy umiarkowanego wzrostu inflacji w średnim okresie, w efekcie czego dynamika CPI w 2014 r. znajdzie się powyżej 2% r/r, zbliżając się do celu inflacyjnego.
- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw piąty miesiąc z rzędu wzrosło w ujęciu miesięcznym, a roczna dynamika wyniosła -0,3% r/r (najwyżej od listopada 2012). Wzrost płac przyspieszył do 3,6% r/r, bardziej od prognoz. Wspiera to nasze oczekiwania dot. wyższego wzrostu konsumpcji prywatnej. Jednocześnie, stopniowy wzrost popytu na pracę ze strony firm oraz wzrost wykorzystania mocy wytwórczych pozwalają oczekiwać odbicia w inwestycjach.



- Wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył we wrześniu do 6,2% r/r, nieco mniej niż oczekiwano. Wzrost po korekcie sezonowej wyniósł 5,0% r/r i był najwyższy od 20 miesięcy. Najszybciej nadal rosną sektory eksportowe. Jednocześnie spadek w budownictwie wyhamował do -4,8% r/r (-6,7% r/r po korekcie). W całym III kwartale dynamika produkcji w obu sektorach wyraźnie się poprawiła, co wspiera nasze prognozy umiarkowanego ożywienia wzrostu gospodarczego (prawdopodobnie do ok. 1,3% r/r w III kw.).
- Z „Raportu o koniunkturze” NBP wynika, że sytuacja w III kw. była wg przedsiębiorstw lepsza niż w II kw. Firmy oczekują dalszej stopniowej poprawy w kolejnych miesiącach, ale wyraźniejszego odbicia dopiero w połowie 2014. Wzrosło wykorzystanie mocy produkcyjnych, słabsza jest bariera popytowa. Raport sygnalizuje lekkie zwiększenie planów inwestycyjnych, głównie w dużych firmach.

## Cytat tygodnia – Stabilizacja stóp przez dwa kwartały byłaby korzystna

**Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, 17.10, PAP**

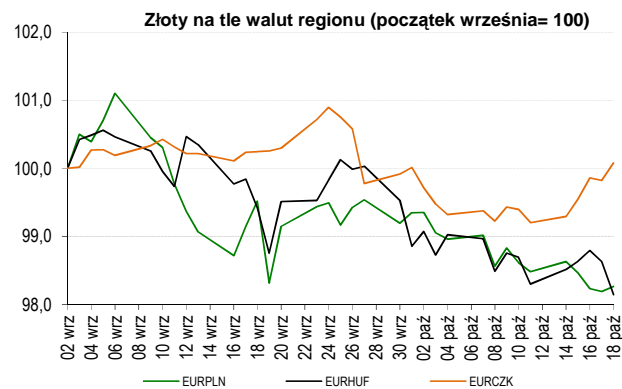
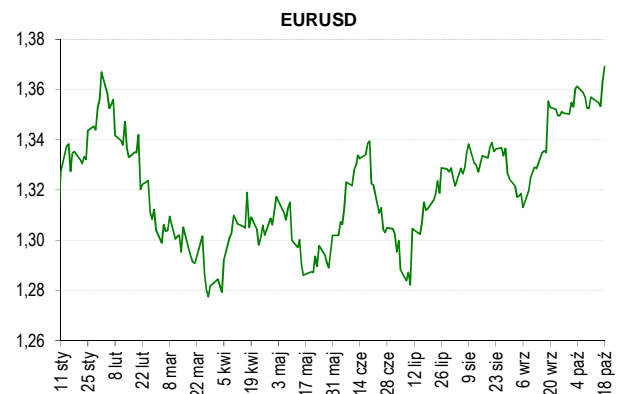
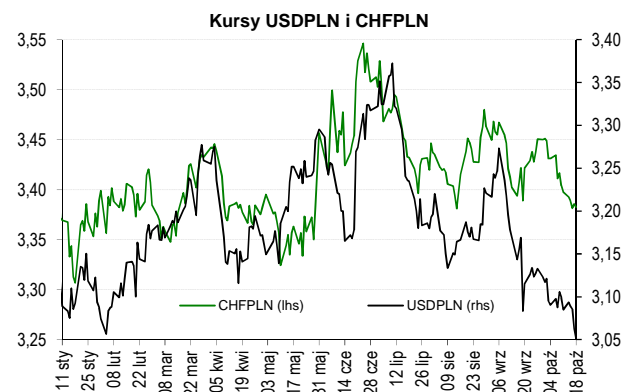
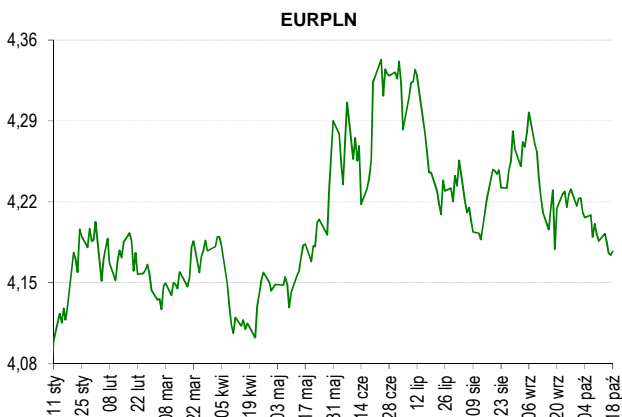
Sądzę, że stabilizacja stóp procentowych przez dwa kwartały przyszłego roku byłaby korzystna. (Kiedy RPP zapowie wydłużenie okresu stabilizacji stóp?) Sądzę, że raczej w grudniu. I podejrzewam, że Rada będzie raczej ostrożna i powie: pierwszy kwartał. Taka jest moja opinia. W dużej mierze będzie to zależało od tego, kto przyjdzie do Rady za profesor Gilowską. Ta zmiana składu Rady może mieć tu znaczenie.

**Jan Winięcki, członek RPP, 16.10, TOK FM**

Uważam, że nie widać w tej chwili czynników, które by miały kierować nas w stronę podwyżek stóp procentowych (...) Kwestie ruchu cen to są kwestie, które się ujawniają w ciągu 6-12 miesięcy, w związku z tym o takiej perspektywie tu mówimy.

Opis dyskusji z październikowego posiedzenia RPP wskazuje, że Rada jest zgodna w kwestii stabilnych stóp procentowych przynajmniej do końca roku. W przyszłym roku „kształtowanie się stóp procentowych będzie uwarunkowane skalą i strukturą ożywienia oraz wynikającym z tego poziomem presji inflacyjnej”. Ponieważ wierzymy w scenariusz przyspieszenia wzrostu PKB (w połowie 2014 już blisko 3%), w którym będzie rosła rola popytu krajowego, nadal aktualny wydaje nam się scenariusz, w którym pierwsza podwyżka stóp nastąpi w połowie 2014 r. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli RPP potwierdzają, że pierwsze dwa kwartały przyszłego roku będą okresem stabilizacji stóp. Okres ten mógłby się wydłużyć, gdyby tempo ożywienia gospodarki okazało się rozczarowujące.

## Rynek walutowy – Złoty pozostaje pod wpływem czynników globalnych



### Zyski na złotym ograniczone

W minionym tygodniu złoty pozostawał pod wpływem sytuacji w USA. Osiągnięcie kompromisu w Stanach Zjednoczonych ws budżetu i limitu zadłużenia poprawiło nastroje inwestorów, zwiększając ich apetyt na ryzyko. Jednak część z nich, w tym na rynku złotego zdecydowała się na realizację zysków. W efekcie EURPLN, po osiągnięciu minimum na 4,157, przełamał tymczasowo opór 4,18 w czasie piątkowej sesji.

Znaczące osłabienie amerykańskiej waluty po zażegnaniu (tymczasowo) kryzysu fiskalnego w USA, przesunęło kurs USDPLN w kierunku 3,04. Był to najniższy poziom kursu od lutego. W skali tygodnia złoty zyskał 1,1% w relacji do dolara oraz 0,5% w relacji do franka szwajcarskiego. Natomiast w relacji do funta złoty nieco stracił (0,2% w skali tygodnia), w efekcie umocnienia brytyjskiej waluty na rynkach międzynarodowych.

Po dość silnym ruchu aprecjacyjnym złotego, informacje o zażegnaniu kryzysu fiskalnego w USA dały impuls do odreagowania. Przełamanie linii oporu na 4,18 było dość krótkotrwałe, a w związku z tym kurs EURPLN pozostaje w trendzie spadkowym, zapoczątkowanym w drugiej połowie września. Czynniki globalne będą kluczowe dla notowań krajowej waluty, podczas gdy krajowe dane makro pozostaną w ich cieniu. W naszej ocenie dopiero przełamanie na stałe 4,18 otworzy drogę w kierunku 4,20. Jednak perspektywa luźnej polityki monetarnej w USA i możliwa sprzedaż walut przez MF będą ograniczała osłabienie złotego (EURPLN pozostanie w przedziale 4,15-4,18).

### EURUSD coraz bliżej szczytu z lutego

Oczekiwanie na porozumienie w USA stabilizowało EURUSD w wąskim przedziale 1,349-1,359. Dopiero zawarte w Kongresie porozumienie ws budżetu i limitu zadłużenia w USA dało silny impuls do osłabienia dolara. Kurs EURUSD szybko wzrósł w kierunku szczytu z lutego (1,3711). Jednak w oczekiwaniu na publikację danych stabilizował się nieco poniżej 1,37 w czasie piątkowej sesji.

Obawy o wzrost gospodarczy w USA w wyniku paraliżu administracyjnego w pierwszej połowie października ciążyły na rynku. To będzie popychało EURUSD w kierunku 1,37 i poziom ten ostatecznie może zostać przełamany, co otworzyłoby drogę w kierunku 1,38 (najwyższy poziom od 2011). O tym czy faktycznie poziom ten zostanie przełamany zadecydują publikacje danych makro, zarówno ze strefy euro, jak i USA. W tym tygodniu uwaga inwestorów może być skierowana na dane z rynku pracy (publikacja we wtorek).

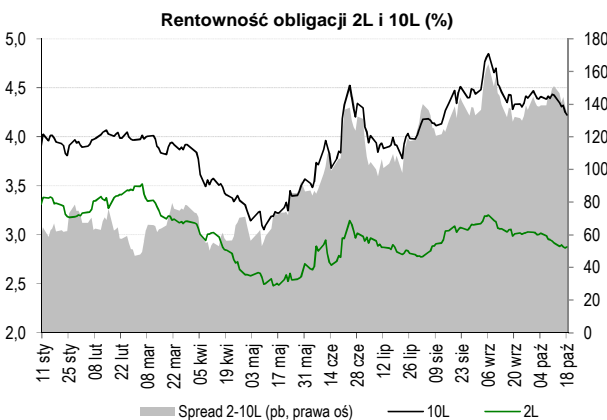
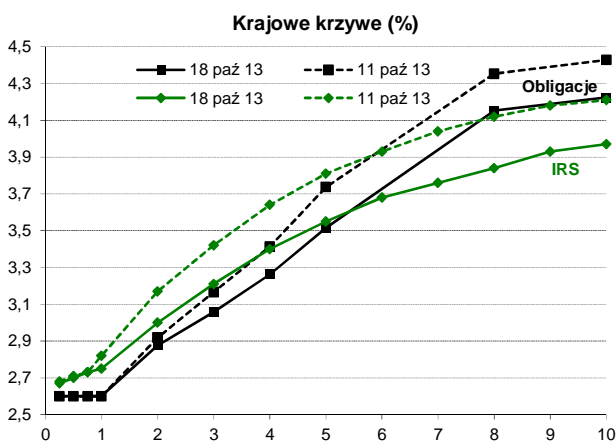
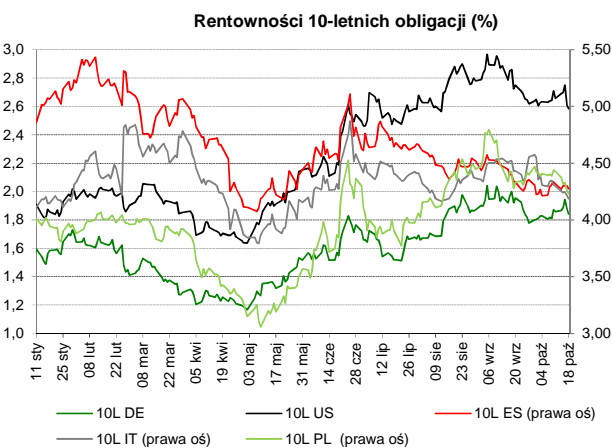
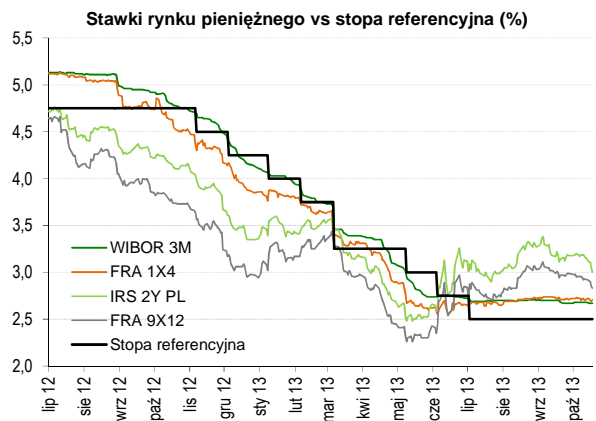
### Korona i forint pod presją krajowych wydarzeń

O ile złoty zyskiwał na poprawie globalnych nastrojów, to pozostałe waluty regionu CEE3 pozostały pod presją wydarzeń krajowych. W Czechach wrześniowy odczyt inflacji okazał się niższy od oczekiwań, co wzbudziło obawy o interwencję na rynku walutowym przez bank centralny. W efekcie tych obaw kurs EURCZK wzrósł do 25,8.

Publikacja minutes z ostatniego posiedzenia banku centralnego Węgier umocniła na rynku oczekiwania na kolejne redukcje stóp. To dało krótkotrwały impuls do realizacji zysków, pchając EURHUF powyżej 296. Koniec tygodnia ponownie przyniósł umocnienie forinta i spadek kursu poniżej 294.

Czynniki krajowe w przypadku czeskiej korony i forinta mają większe przełożenie na notowania tych walut niż czynniki globalne. W przypadku forinta dalsze decyzje rządu ws kredytów hipotecznych mogą dać impuls do kolejnej fali osłabienia.

## Rynek stopy procentowej – Pod wpływem aukcji i nastrojów na rynkach bazowych



### Stopy NBP pozostaną stabilne w dłuższym okresie

- Za nami kolejny tydzień, w którym nie zaszły istotne zmiany na krzywej WIBOR. Stawki pozostają na niezmiennym poziomie; spadek o 1 pb odnotowano dla WIBOR 3M. Nieco więcej działo się na rynku FRA. Inwestorzy dostosowali swoje oczekiwania do bieżących warunków rynkowych. Stawki spadły wzdłuż krzywej co było reakcją na wypowiedzi członków RPP, które wyraźnie wskazują na wydłużenie okresu stabilnych stóp nawet do połowy 2014 r. Obecnie rynek wycenia niepełną podwyżkę stóp w perspektywie 9 miesięcy.
- W tym tygodniu poznamy ostatni pakiet danych z gospodarki realnej (sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia), które powinny potwierdzić tendencje obserwowane w konsumpcji prywatnej. Dane te będą raczej neutralne dla rynku, a w związku z tym oczekujemy stabilizacji stawek WIBOR, ale również i FRA blisko bieżących poziomów.

### Zażegnanie kryzysu w USA wzmacnia rynek długu

- W minionym tygodniu głównym wydarzeniem na rynku było osiągnięcie porozumienia w USA ws budżetu i limitu zadłużenia. Wprawdzie ryzyko technicznej niewypłacalności zostało (czasowo) zażegnane, to jednocześnie spadły obawy o szybkie rozpoczęcie redukcji programu skupu obligacji przez Fed w wyniku niepewności co do perspektyw wzrostu w USA. W efekcie umocniły się rynki bazowe, peryferyjne, a także rynki wschodzące, w tym polski dług. Rentowność krajowej 10-latki spadła do 4,20%, najniższego poziomu od początku sierpnia. Spadki na krótkim końcu krzywej wspierane były przez dane makro (głównie inflację) i gołębie wypowiedzi członków RPP.

- W ślad za umacniającymi się rynkami obligacji spadały również stawki IRS. Skala spadków była zbliżona do skali umocnienia krajowych obligacji, najbardziej spadły stawki 5- i 10-letnie. W ciągu tygodnia krzywa przesunęła się w dół o 7-27 pb. W efekcie zmian krzywa nieco się wypłaszczyła, a spread 2-10 spadł poniżej 100 pb.

- Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało euroobligacje o wartości 700 mln €. Było to ponowne otwarcie 6-letniej benchmarkowej obligacji o terminie zapadalności w styczniu 2019 r. Emisja ta została wyceniona na 43 pb powyżej średniej swap (wobec 65 pb w momencie sprzedawania pierwszej transzy). Środki z tej emisji będą przeznaczone na prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb walutowych.

### Aukcja i rynki bazowe w centrum uwagi

- Głównym wydarzeniem tygodnia będzie wtorkowa aukcja. Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje OK0116, IZ0823 i DS1023 o łącznej wartości 8-12 mld zł. Informacja o podaży dała impuls do realizacji zysków na długim końcu (rentowność DS1023 wzrosła o 3 pb). Pojawienie się w ofercie obligacji długoterminowych jest dla nas pewnym zaskoczeniem. Spodziewamy się, że popyt raczej będzie skierowany na 2-letni benchmark. Wsparciem dla aukcji będzie napływ kapitału na rynek z tytułu wykupu obligacji DS1013 i PP1013 oraz płatności odsetkowych od serii PS i DS w łącznej kwocie prawie 30 mld zł.

- Obserwowane w ostatnich dniach umocnienie na krajowym rynku długu to efekt oczekiwań, że Fed będzie kontynuował luźną politykę pieniężną dłużej niż wcześniej oczekiwano. W naszej ocenie potencjał do większego umocnienia krajowych obligacji już się właściwie wyczerpał. Kontynuacja trendu spadkowego będzie możliwa jeśli zobaczymy głębsze spadki na rynkach bazowych (w tym 10-latki amerykańskiej do 2,50%, czy nawet poniżej).

---

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl